

White Paper zur Krise im Investorenmarkt - Teil 1

Das Shopping Center- Investment aus Sicht der Bank

Stabiler Mietgarant oder unkalkulierbare
Risikoimmobilie?

Autor: Manuel Jahn

Das Shopping Center-Investment aus Sicht der Bank

Stabiler Mietgarant oder unkalkulierbare Risikoimmobilie?

Unter den Gewerbeimmobilien sind Einzelhandelsimmobilien auch für viele Immobilienprofis eine schleierhafte Immobilienform. Anders als Büroimmobilien klumpen sie sich nicht hauptsächlich in den Top-Cities. Da man erfolgreiche Einzelhandelsimmobilien auch auf dem flachen Land und vor allem in Mittelstädten findet, reicht es eben nicht aus, gute lokale Marktkenntnisse in nur wenigen Städten zu haben.

Schleierhaft bis obskur sind Einzelhandelsimmobilien in letzter Zeit auch deshalb geworden, weil diese Immobilien gerne zu zweifelhaften Portfolien zusammengepackt, zu überbewerteten Preisen angeboten und vor allem auch gekauft wurden. Solche Portfolien führen nun bei Banken und Investoren zu massiven Problemen.

Der weit verbreitete Wissensmangel beeinträchtigt derzeit Shopping Center erheblich - zumindest, wenn es um die Bankenfinanzierung von Projekten oder um Equity-Beteiligungen geht. Einige Banken und Investoren scheinen Shopping Center als eine Form der Einzelhandelsimmobilie in Sippenhaft mit wirtschaftlich fehlgeschlagenen Portfolio-Investments der jüngeren Vergangenheit zu nehmen.

Grund dafür ist, dass Banken und Investoren - bis auf wenige Ausnahmen - kein klares Bild haben, was ein (gutes) Shopping Center ist. Sie nehmen Shopping Center daher auch in Sippenhaft mit problematischen Einkaufspassagen, Kleincentern ohne eigene Magnetkraft oder nicht funktionierenden Hypermärkten mit Vorkassenzone.

Ein Beleg dafür, dass bei Banken und Investoren große Unsicherheit herrscht, wenn es um Einzelhandelsimmobilien geht, zeigt das übliche Vorgehen bei der Due Diligence. In eingespielten Verfahren werden in der Due Diligence zum Einen Mietverträge und Bonitäten von Mietern sowie zum Anderen Steine und Technik geprüft. Dazu werden Anwälte und Ingenieure eingesetzt. Man könnte den Eindruck haben, dass Shopping Center als Stapel von Steinen und Mietverträgen betrachtet werden.

Um kein Missverständnis aufkommen zu lassen: Die Prüfung von Mietverträgen, Bonitäten und Technik ist wichtig und unerlässlich. Aber sie ist keinesfalls ausreichend, wenn es um eine sorgsame Einschätzung von Chancen und Risiken eines Shopping Center, ja jeder Art von Einzelhandelsimmobilie geht.

Worauf es wirklich ankommt, wird in der Due Diligence kaum betrachtet. Das sind die Erfolgsfaktoren der Shopping Center bzw. die Erfolgsformel

$$\text{Erfolg} = \text{Standort} \times \text{Gestaltung} \times \text{Angebot} \times \text{Management.}$$

Nur wer diese Erfolgsfaktoren erfolgreich gestaltet, schafft erfolgreiche Shopping Center.

Wie aber kommt es zu dieser sträflichen Lücke, zu dieser systematischen Verzerrung der Due Diligence, die doch wörtlich übersetzt besondere Sorgfalt implizieren soll?

Wagen wir eine These! Banken und Investoren operieren mit Geld. Ihre Welt, ihr Sein wird durch Geld bestimmt. Ihre Produkte bestehen aus Geld und Ableitungen von Geld. Ihre berufliche Welt besteht aus Geld. Geld ist ihr Sein. Geld bestimmt ihr Bewusstsein.

Geld ist ein homogenes Gut. Ein Euro ist ein Euro. Ein \$ ist ein \$. Gleiches gilt für Gold, Öl, Kupfer. Diese Güter sind homogen bzw. exakt standardisiert.

Homogene Güter haben aus Sicht der Banker und Investoren einen großen Vorteil: wer damit handelt, kann sich auf das Spiel von Angebot und Nachfrage auf die Kurve der Preise konzentrieren. Er kann sich ein Bild der Risiken auf der Angebots- und Nachfrageseite machen. Er kann Risiken des Marktumfeldes betrachten (z.B. Länderrisiken, Inflationsrisiken etc.).

Eines muss man bei homogenen Gütern nicht betrachten, weil man sich darum keine Sorgen machen muss. Das ist die Beschaffenheit des Produktes. Über die Qualität des Produktes gibt es - Betrug ausgenommen - keine Unsicherheit. Ein Euro ist ein Euro.

US-Home Price Index – Existing Standard Homes – 1890 = 100



Quelle: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> Grafik: © GfK GeoMarketing | www.gfk-geomarketing.de

Wo Wirtschaftsgüter nicht homogen sind, versucht die Finanzwelt eine Standardisierung vorzunehmen bzw. nur solche Güter zu betrachten, die „vergleichbar“ sind. Ein Beispiel ist der Case-Shiller Index, der die Preise für gebrauchte US Standard Homes zeigt.

Auch bei Einzelhandelsimmobilien wird eine Standardisierung versucht. Das zeigt sich zum Beispiel bei der Investitionsstrategie und den Anlagekriterien konservativer institutioneller Investoren. Hier heißt das standardisierte Gut: Geschäftshäuser in 1A-Lagen mit einem Anlagevolumen von maximal x Mio. Euro. Zwar werden diese Kriterien meist Markovitz-Portfolio-theoretisch begründet. Aber geht es tatsächlich nicht eher um einen Standardisierungsversuch? Geht es nicht wirklich darum, eine Klasse vergleichbarer Einzelhandelsimmobilien zu betrachten?

Von daher beschäftigt man sich gern mit Objekten, für die es einigermaßen Daten gibt, die es häufiger gibt und die man als Investor daher leichter vergleichen und beurteilen kann. Hier lässt es sich leichter und besser mit den herkömmlichen Mitteln der juristischen und technischen Prüfung arbeiten. Allerdings taugt nicht einmal die berühmte ortsübliche Vergleichsmiete, die die großen Maklerhäuser aus einer nicht repräsentativen Menge von Mietvertragsdaten ermitteln, als zuverlässiger Indikator für die Beurteilung.

Bei homogenen oder hinreichend standardisierten Gütern kann man Marktumfeld und Risiken besser messen. Und wenn man genügend Daten hat, dann kann man mit Varianzen und Kovarianzen, mit Korrelationen und Kreuzkorrelationen rechnen. All das ist Portfoliotheoretisch fundiert, aber leider nur dann richtig, wenn man es mit einem Standardgut zu tun hat.

Aber Einzelhandelsimmobilien sind keine homogenen Güter! Selbst vermeintlich homogene Einzelhandelsimmobilien unterscheiden sich erheblich. Denken wir an zwei identisch gebaute Discounter, die über gleich große und gleich zugeschnittene Parkplätze mit gleich großer Stellplatzzahl verfügen. Diese beiden Immobilien unterscheiden sich ganz erheblich, denn sie haben unterschiedliche Standorte.

Es wäre sträflich, das Risiko des Standortes bei der Risikoprüfung außer Acht zu lassen. Wer das Risiko nicht standardisierter Gütern richtig einwerten will, der muss die größte Risikokomponente mit der größten Sorgfalt betrachten: das Produktrisiko!

Genau das ist der Grund für das Schleierhafte der Einzelhandelsimmobilie aus der Sicht von Bankern und Investoren. Genau das ist der Grund für das Unbehagen von Investoren, wenn es um Shopping Center geht. Die Unsicherheit ist bei Shopping Centern noch größer als bei andere Einzelhandelsimmobilien. Denn jedes Shopping Center ist ein Unikat. Und dieses Unikat kann gut sein, aber auch schlecht.

Das Shopping Center wird von Bankern daher als "Sonderimmobilie" bezeichnet, ähnlich anderen Gebäuden, die für einen kaum veränderbaren Nutzungszweck errichtet wurden wie Krankenhäuser, Theater oder Museen.

Dass Shopping Center wie alle anderen Einzelhandelsimmobilien beträchtliche Risiken in sich bergen können, ist selbstverständlich. Wie jedes inhomogene Gut, so hat auch ein Shopping Center Produktrisiken. Solche Risiken treten immer wieder auch ein.

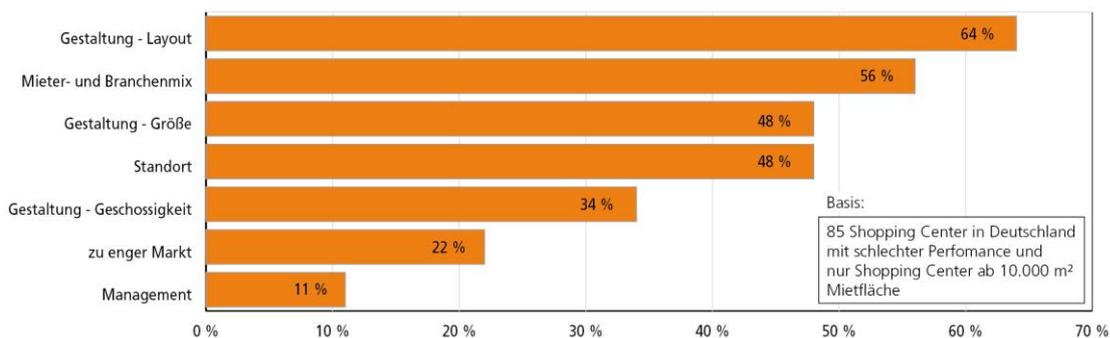
Die schlechte Botschaft ist, dass diese Risiken in der Praxis von Shopping Centern relevant häufig eintreten. GfK GeoMarketing hat eine Beurteilung von insgesamt 223 Shopping Centern in Deutschland vorgenommen. Jedes dieser Center ist bereits mehrere Jahre, viele seit langen Jahren auf dem Markt. Die betrachteten Center rangieren in der Größenordnung ab 10.000 m² Mietfläche.

Untersucht wurde, ob ein Shopping Center gut performt oder nicht. Kriterium hierfür ist, ob das Center eine gute Produktivität seiner Verkaufsflächen erreicht oder diese drastisch unterschreitet. Wenn ein Center nicht funktioniert, dann wurde ermittelt, bei welchem Erfolgsfaktor Fehler gemacht wurden. Also welcher Erfolgsfaktor zu einem Risikofaktor und damit zu einem Problem wurde.

Bei allen betrachteten Centern lag die Flop-Rate bei 38%, d.h. nur 62% der betrachteten Shopping Center laufen gut. Auch wenn nicht jeder Flop ein Fall für das ultimative Work Out ist, so ist das doch ein sehr beträchtlicher Anteil. 85 Center, mit denen Investoren nicht zufrieden sein können und die Banken auf ihre Watch List nehmen sollten. 85 Center, in denen die Mieter nicht zufrieden sein können. 85 Center, in denen die Mieter ihre Miete deshalb ungern zahlen, weil sie zu wenig Umsatz machen. Denn schließlich leben Mieter vom Umsatz.

Welche Fehler wurden bei den Flop-Centern gemacht? Am häufigsten, d.h. in 64% aller Fälle, wurden Fehler beim Layout und Zuschnitt des Shopping Centers gemacht. Das beginnt natürlich beim Grundstück und beim Grundriss und umfasst die falsche Führung der Mall, falsche Platzierung von Ankern, Fehler bei den Sichtachsen, Fehler bei der horizontalen und vertikalen Erschließung, zu viel oder zu wenig Zwangslauf.

Schlecht laufende Center – Welche Fehler wurden gemacht?

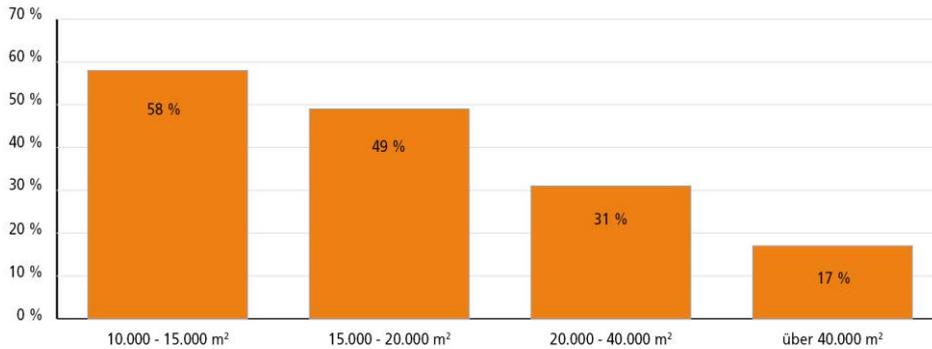


Quelle: © GfK GeoMarketing | www.gfk-geomarketing.de

Fehler beim Angebot, d.h. beim Mieter- und Branchenmix, stellen den zweithäufigsten Mangel dar. In 56% der Flop-Center gibt es maßgebliche Defizite beim Angebot. Das kann Folge anderer Fehler sein: Wenn Standort und Layout schlecht sind, wird man keine guten Mieter finden. Oft wird aber bei der Erstvermietung eine zu hohe Durchschnittsmiete angestrebt. Mit der Folge, dass leistungsstarke, aber weniger zahlungswillige Unternehmen nicht kommen. Und der Folge, dass weniger professionelle Mieter sich einen Erfolg ausmalen, der dann nicht kommt. Ein zu großer Anteil kleiner Shops erhöht zwar die Durchschnittsmiete bei der Erstvermietung, beeinträchtigt aber die Attraktivität des ganzen Centers, wenn zu wenige anziehungsstarke Großflächen im Center sind.

Bei 48% der Center liegt es an zu geringer Größe und damit zu geringer Anziehungskraft des Centers. So ist die Floprate der kleineren Center höher als die großer Shopping Center.

Shopping Center – je kleiner, desto Flop



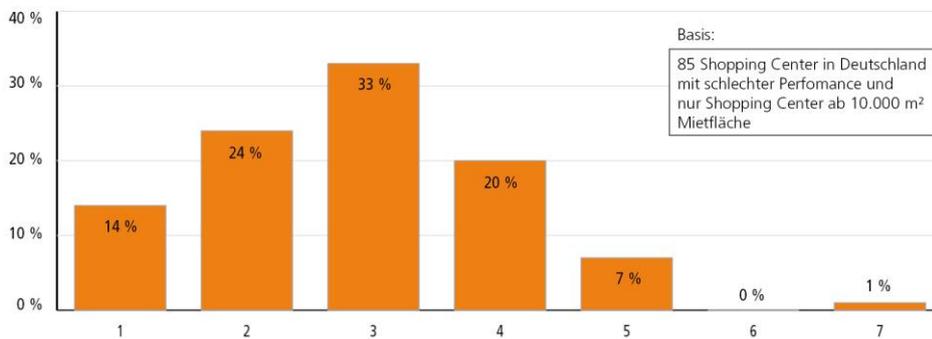
Quelle: © GfK GeoMarketing | www.gfk-geomarketing.de

Während, insgesamt betrachtet, 35 % aller Center nicht funktionieren, so liegt die Floprate bei Centern zwischen 10.000 und 15.000 m² Mietfläche bei 58%. Unter den Centern zwischen 20.000 und 40.000 m² Mietfläche gibt es 31% „Ausfälle“ und bei Centern über 40.000 m² floppen „nur“ 17%.

Zu viele Geschosse sind bei (34%) der Flop-Center ein Problem, 22% sind für ihr Einzugsgebiet und die Wettbewerbssituation überdimensioniert und bei 11% der Flop-Center liegt es auch am Management.

Die folgende Grafik illustriert, wie viele "Fehler" nach Auswertung von GfK GeoMarketing für die Flops verantwortlich waren. So sind 14% der Flops schon auf nur einen gravierenden Fehler zurückzuführen.

Schon wenige grundlegende Fehler führen zum Flop



Quelle: © GfK GeoMarketing | www.gfk-geomarketing.de

Müssen nun angesichts der beträchtlichen Floprate grundsätzliche Zweifel an Shopping Center gehegt werden? Das nun gerade nicht. Denn gute Center sind nachhaltig erfolgreiche Immobilien.

Es ist wie überall im Leben. Dort wo zu viele Fehler gemacht wurden, stellt sich Misserfolg ein. Leider prägen sich bei Banken die Misserfolge länger ein als die Erfolge. Schließlich feiert man einen Erfolg nur kurz, während ein Misserfolg lange quält.

Wir können uns vorstellen, welche Angst ein Banker vor dieser Fehlentscheidung haben muss. Gerade heute - nach und in der größten Finanzkrise aller Zeiten. Gerade heute, wo der Absicherungsbedarf bei allen massiv ist. Nur jetzt keinen Fehler machen - das kann den Banker schnell seinen Kopf kosten. Und dem Investor, dem Ankäufer, geht es genauso. Ein Shopping Center ist eine massiv große Investition, die sich als Flop erweisen kann. Und die Risiken kann der Ankäufer im Vorfeld nicht wirklich einschätzen.

Also bleibt das Shopping Center Sache weniger Spezialisten, während sich die Menge nicht traut. Wer das Risiko nicht gut genug einschätzen kann, der darf sich nicht an Shopping Center herantrauen - für diese Banker und diese Investoren ist ein Shopping Center eine unkalkulierbare Risikoimmobilie und eben kein stabiler Mietgarant!

Die Folge ist, dass die Investoren mit allerlei finanztechnischen Verbrämungen wie „Uns ist das Klumpenrisiko zu hoch“ dorthin flüchten, wo sie mehr Licht für ihre Risikoeinschätzung haben. Sie flüchten in die bekannten Core-Objekte in 1A-Lage mit einem Investitionsvolumen bis soundsoviel Mio. Euro.

Wir können und müssen dieses Verhalten aber auch anders bewerten: Diese Investoren vermeiden aus wirtschaftlicher Verantwortung die großen Investitionen, die sie selbst nicht sicher einschätzen können. Sie „flüchten“ also in Standardimmobilien und grenzen damit ihr Risiko ein. Denn bei diesen Immobilien gibt es tatsächlich weniger Probleme mit der Risikoeinschätzung. Das Produktrisiko ist besser einzuschätzen, weil die Immobilien weniger komplex sind.

Die Folge ist natürlich, dass sich die Nachfrage institutioneller Investoren um das kleine Angebot an Objekten in 1A-Lage balgt. Viele Nachfrager bei wenig Angebot: Liebe Leser, Sie wissen, was dann mit dem Preis passiert.

Halten wir fest: Es gibt für Banker und Investoren Schwierigkeiten bei der Einschätzung des Risikos von Shopping Center Projekten. Dies hat zum Einen zur Folge, dass konservative Investoren und Banker Shopping Center scheuen. Diejenigen, die das Risiko zwar nicht sicher genug abschätzen können und trotzdem investieren, tun dies zu häufig in schlechte Projekte und Objekte. Sonst wären nicht 38% der Center ein Flop.

Wir brauchen eine bessere Beurteilung der Risiken von Shopping Centern! Allgemeine Argumente haben zwar ihre Berechtigung: Große und leistungsfähige Shopping Center haben eine große Eigenattraktivität und Stabilität. Sie stehen wie ein Fels in der Brandung. Sie sind bereits ein in sich diversifiziertes Portefeuille von Mietern. Es stimmt auch, dass die großen und die guten Namen der Shopping Center Entwickler und Betreiber fundamental besser performen und eine sehr geringe Floprate haben.

Aber diese Argumente helfen im konkreten Einzelfall nicht. Dann geht es um diesen einen Standort und diese eine Immobilie als oftmals neunstelliges Euro-Investments.

Andererseits wissen die Profis der Shopping Center Branche, dass die Risiken dieser Immobilienform für Profis durchaus beherrschbar sind. Denn die Profis kennen die Erfolgskriterien des Standortes, der Immobilie, des Angebotsmix und des Managements.

Es ist höchste Zeit, dass diese Faktoren konsequent in die Due Diligence von Shopping Centern einfließen.

Über Manuel Jahn

Manuel Jahn verantwortet als Real Estate und Investment Berater die Betreuung der Kundengruppe Investoren und Finanzierer bei GfK GeoMarketing. Nach langjähriger Praxiserfahrung als Projektentwickler für Shoppingcenter im Verbund der Westdeutschen ImmobilienBank und seit 2004 für GfK GeoMarketing tätig, hat er durch Standort- und Objektberatungen in ganz Europa eine umfassende Kenntnis der Situation der Immobilienbranche.



Über GfK GeoMarketing

GfK GeoMarketing ist im Geschäftsbereich Real Estate Consulting einer der führenden Anbieter für wirtschaftlich unabhängige Beratungsleistungen zu Immobilien und Standorten. GfK GeoMarketing erstellt Studien und Gutachten für Kunden aus den Bereichen Handel, Kommunen, Investoren und Banken sowie Projektentwickler.

Mehr unter www.gfk-geomarketing.de/rec

Pressekontakt:

Cornelia Lichtner, Public Relations

c.lichtner@gfk-geomarketing.com

Tel: +49 (0)7251 9295 270